

## ПУБЛИЧНОЕ И ЧАСТНОЕ ПРАВО

## АДМИНИСТРАТИВНОЕ ПРАВО, ИСТОРИЯ ГОСУДАРСТВА И ПРАВА

УДК 4414

*А. В. Габов***ОБ ОПРЕДЕЛЕНИИ КОЛИЧЕСТВА  
ЭМИССИОННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ,  
РАЗМЕЩЕНИЕ ИЛИ ОБРАЩЕНИЕ КОТОРЫХ ПРЕДПОЛАГАЕТСЯ  
ЗА ПРЕДЕЛАМИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

В предлагаемой статье анализируется история развития правового регулирования допуска к размещению (обращению) ценных бумаг российских эмитентов на иностранных фондовых рынках. Состояние регулирования этого вопроса имеет существенное значение для развития рынка ценных бумаг в России, особенно в связи с формированием в России одного из международных финансовых центров. В статье показано, что системное регулирование этого вопроса относится только к 1996 г., когда был принят Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». С момента вступления в силу этого Закона было принято несколько подзаконных нормативных актов. Положения каждого из таких актов подробно рассматриваются в статье. Отмечается важность законодательных изменений 2013 г., когда впервые был системно решен вопрос о действии ранее выданных разрешений. Показаны тенденции в вопросе регулирования допуска ценных бумаг к размещению/обращению за рубежом. Библиогр. 17 назв.

*Ключевые слова:* ценная бумага, рынок ценных бумаг, обращение ценных бумаг, размещение ценных бумаг, депозитарные расписки.

*A. V. Gabov***ON THE NUMBER OF SECURITIES OF RUSSIAN ISSUERS,  
THE PLACEMENT OR CIRCULATION OF WHICH IS EXPECTED  
OUTSIDE THE RUSSIAN FEDERATION**

This article examines the history of development of legal regulation of admission to the placement (circulation) russian securities on foreign stock markets. Such regulation is essential for the develop-

---

*Габов Андрей Владимирович* — доктор юридических наук, член-корреспондент РАН, заслуженный юрист Российской Федерации, заместитель директора Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации, Российская Федерация, 117218, Москва, Б. Черемушкинская ул., 34; gabov@izak.ru

*Gabov Andrey Vladimirovich* — Doctor of Law Sciences, Member of the Russian Academy of Sciences, Honored lawyer of the Russian Federation, deputy of director of The Institute of Legislation and Comparative Law under the Government of the Russian Federation, 34, B. Cheremushkinskaya ul., Moscow, 117218, Russian Federation; gabov@izak.ru

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2017

ment of the securities market in Russia, especially for the purpose of establishing Russia as an international financial centre. The article shows that the systemic regulation of this issue applies only to 1996, when the Federal law "On securities market" was adopted. Since the entry into force of this law have been adopted several bylaws. The provisions of each of these acts are discussed in detail in the article. The article notes the importance of legislative changes in 2013, when the issue of the validity of the previously issued permits was first systemically addressed. The article shows trends in the issue of the regulation of the admission of securities to placement/treatment abroad. Refs 17.

*Keywords:* security, securities market, circulation of securities, placement of securities, depositary receipts.

1. Коренное изменение экономической политики в начале 1990-х гг. привело к воссозданию в России рынка ценных бумаг. Вместе с открытостью российской экономики для внешнего мира, которая стала результатом ее либерализации (в том числе в части внешнеэкономической деятельности), это привело к необходимости решения следующего вопроса: надо ли — и если надо, то в какой мере, в какой форме, в каком порядке — допускать обращение российских ценных бумаг за рубежом (на зарубежных фондовых рынках)? В основе этого вопроса, вне всякого сомнения, соображения экономического порядка, прежде всего вопросы экономической безопасности.

С одной стороны, широкое участие иностранных инвесторов в российской экономике посредством приобретения российских ценных бумаг можно признать явлением положительным, поскольку таким образом в экономику привлекаются иностранные инвестиции. В полной мере либеральный подход к решению этого вопроса соответствовал установкам, которые формулировались на уровне государственной политики и заключались в либерализации экономики в целом и внешнеэкономической деятельности в частности<sup>1</sup>, привлечении иностранных инвестиций<sup>2</sup>.

С другой стороны, возникает много специфических рисков. Основной из них состоит в том, что иностранные инвесторы могут перевести торговлю такими ценными бумагами на собственные организованные площадки, в результате чего российский фондовый рынок лишится ликвидности; в этом случае также усиливается зависимость российского рынка от волатильности рынка, на котором за рубежом обращаются российские бумаги, упрощается возможность манипулирования рынком. Существует также риск того, что российские активы,

---

<sup>1</sup> См., напр., Программу Совета Министров — Правительства РФ на 1993–1995 годы «Развитие реформ и стабилизация российской экономики», принятую на заседании Совета Министров — Правительства РФ 6 августа 1993 г. (Российские вести. 1993. № 182); Программу Правительства РФ «Реформы и развитие российской экономики в 1995–1997 годах», утв. Постановлением Правительства РФ от 28 апреля 1995 г. № 439 (СЗ РФ. 1995. № 21. Ст. 1966).

<sup>2</sup> См., напр., Государственную программу приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации, утв. Указом Президента РФ от 24 декабря 1993 г. № 2284 (Собрание актов Президента и Правительства РФ. 1994. № 1. Ст. 2); Основные положения Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации после 1 июля 1994 г., утв. Указом Президента РФ от 22 июля 1994 г. № 1535 (СЗ РФ. 1994. № 13. Ст. 1478).

С привлечением значительного объема иностранных инвестиций некоторые акты прямо связывали «решение социальных проблем, стоящих в настоящее время перед российской экономикой» (Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утв. Указом Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408 // СЗ РФ. 1996. № 13. Ст. 1311).

которые имеют стратегическое значение, будут контролировать иностранные инвесторы.

Подобного рода риски создают необходимость адекватного правового регулирования, в котором должен быть выдержан сложный баланс между свободой экономической деятельности российских эмитентов, заявленными целями привлечения иностранных инвестиций и интересами национальной безопасности. При проектировании соответствующих нормативных положений нельзя забывать и еще об одной составляющей: регулировании, используемом в зарубежных государствах, в которых российские ценные бумаги предполагаются к размещению и обращению. Хорошо известно, что в абсолютном большинстве соответствующих юрисдикций любое обращение иностранных ценных бумаг возможно не напрямую, а *посредством депозитарных расписок*<sup>3</sup>. Такая форма обращения иностранных ценных бумаг в форме соответствующих национальных финансовых инструментов довольно разумна, поскольку значительно снижает риски для инвесторов (работа на местном рынке), предоставляет им возможность совершать операции на наиболее развитых рынках, отличающиеся большой ликвидностью [4, с. 8; 8, с. 41], в некоторых источниках указывалось и на экономию расходов [9].

На политико-правовом уровне соответствующие вопросы системного и развернутого освещения не нашли. В некоторых документах государство прямо указывало на целесообразность обращения российских ценных бумаг за рубежом, например:

- в Программе Правительства РФ «Реформы и развитие российской экономики в 1995–1997 годах», утв. Постановлением Правительства РФ от 28 апреля 1995 г. № 439, для «повышения курсовой стоимости продаваемых акций, обеспечения планомерного поступления средств в федеральный бюджет и создания максимально благоприятных условий для привлечения инвестиций в приватизируемые предприятия» среди прочего предполагалось *обеспечить продажу части акций приватизированных предприятий на иностранном фондовом рынке*;
- в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утв. Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008<sup>4</sup>, при определении национальных интересов Российской Федерации указывалось, что в части «укрепления экономического суверенитета страны» таким интересом является *«стимулирование выхода ценных бумаг российских эмитентов на международные рынки капиталов, в том числе посредством использования депозитарных расписок и глобальных депозитарных расписок (здесь и далее в цитатах курсив наш. — А. Г.)»*<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> Об экономических, организационных и правовых аспектах эмиссии и обращения этих финансовых инструментов см.: [1; 2; 3, с. 312–349; 4; 5; 6, с. 434–463; 7].

<sup>4</sup> СЗ РФ. 1996. № 28. Ст. 3356.

<sup>5</sup> Отметим, что такие установки отражались и на тех оценках регулирующих органов, которые касались вопросов выпуска депозитарных расписок на российские акции. Так, в Годовом отчете Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России 1997 г. можно увидеть следующий фрагмент: «Сохранялся высокий интерес российских компаний к выпуску депозитарных расписок, позволяющих выходить непосредственно на мировые фондовые рынки. Число российских компаний, выпустивших АДР (американские депозитарные расписки. — А. Г.), увеличилось почти вдвое за 1997 год. К концу года 22 российские компании выпустили АДР, а число различных про-

При анализе приведенных фрагментов документов следует обратить внимание на то, что в них *игнорировались какие бы то ни было риски, сопровождающие соответствующие решения*. Отметим и то, что в указанных документах не говорилось о том, как конкретно государство собиралось решать задачу стимулирования обращения российских ценных бумаг за рубежом, какие методы и способы регулирования предполагалось использовать.

2. Впервые регулирование вопросов размещения/обращения российских ценных бумаг за рубежом появилось в Положении о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утв. Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78<sup>6</sup>.

Пунктом 10 указанного документа Правительство РСФСР *наделило себя правом* «устанавливать ежегодные квоты допуска к обращению вне территории РСФСР ценных бумаг, выпущенных или предполагаемых к выпуску эмитентами, находящимися под юрисдикцией РСФСР, с учетом обязательств РСФСР по межгосударственным соглашениям». Порядок допуска таких ценных бумаг к обращению вне территории РСФСР должен был быть установлен Министерством экономики и финансов РСФСР.

Определенности и ясности в регулировании такие нормы не создавали. Не было понятно, как исчисляется соответствующая квота (применительно к ценным бумагам конкретного эмитента или для всех ценных бумаг российских эмитентов). Оставалось неясным, какие последствия могло иметь для ранее принятых решений, которыми была установлена соответствующая квота, установление Правительством РСФСР впоследствии иной квоты, в частности, как такое изменение могло (должно было) влиять на права и обязанности российских эмитентов и иностранных инвесторов, каковы последствия в случае, если размещение/обращение будет осуществляться при отсутствии решения о ежегодной квоте. Не было ответов и на множество иных важных вопросов.

Впрочем, ограничиться только критикой здесь нельзя, поскольку понятно, что для 1991 г. (а точнее говоря, для состояния, в котором находилась в тот период российская правовая система, характеризуемое как «глубоко кризисное» [10, с. 445 и др.]) такое правовое регулирование *было объективно обусловлено новизной регулируемых общественных отношений*. Тем не менее нельзя не констатировать, что *вплоть до 1996 г. в России никакого системного регулирования вопросов размещения/обращения ценных бумаг российских эмитентов за рубежом не было*.

3. Появление такого регулирования связано с принятием Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»<sup>7</sup> (далее — Закон «О рынке ценных бумаг»).

Статья 16 этого Закона в ее первоначальной редакции устанавливала правило, согласно которому ценные бумаги, выпущенные эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, *допускаются к обращению за пределами Российской Федерации по разрешению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг*. Статья 42 этого же Закона относилась к полномочиям соответствующим

грамм АДР достигло 34» (Годовой отчет ФКЦБ России за 1997 год. URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb\\_ffms/catalog.asp?ob\\_no=1981.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/catalog.asp?ob_no=1981.html) (дата обращения: 01.04.2017)).

<sup>6</sup> Собрание постановлений Правительства РСФСР. 1992. № 5. Ст. 26.

<sup>7</sup> СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

щего органа (в тот момент — ФКЦБ России) *установление и определение порядка допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации*<sup>8</sup>.

Говоря о предложенном регулировании, отметим несколько важных моментов.

Во-первых, основой для регулирования впервые стала норма специального закона. Правительство утратило возможность издавать какие-либо нормативные акты, при этом основным источником регулирующих положений был назначен специальный государственный орган, который определял как *саму возможность* размещения и обращения ценных бумаг за рубежом, так и *порядок допуска* к размещению/обращению<sup>9</sup>. В законе не указывалось на возможность регулирования соответствующих отношений какими-либо иными федеральными законами в каком-либо виде<sup>10</sup>.

Во-вторых, государством был избран *разрешительный режим* для размещения/обращения вне территории РФ ценных бумаг российских эмитентов. Это хорошо видно из тех слов и выражений, которые использовались в нормах, — «определение порядка», «допуск» (оговоримся: применительно к кредитным организациям такой разрешительный режим в косвенной форме уж действовал, поскольку законы указывали на определение порядка допуска иностранного капитала в банковскую систему РФ).

В-третьих, нормы закона только создавали основу для регулирования, оставляя за рамками многие важнейшие для российских эмитентов и иностранных инвесторов вопросы, например:

- о форме, в которой допускалось размещение/обращение на зарубежных фондовых рынках российских ценных бумаг;
- о сроке действия разрешения;

---

<sup>8</sup> Позднее указанное положение было продублировано в п. 5 Положения о Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, утв. Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1009 «О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» (СЗ РФ. 1996. № 28. Ст. 3357).

<sup>9</sup> Отметим, что в указанный период принимались акты, которые давали основание Правительству принимать соответствующие решения в отношении ценных бумаг отдельных эмитентов. См., напр.: Постановление Правительства РФ от 30 мая 1997 г. № 654 «О мерах по выполнению Указа Президента РФ от 28 мая 1997 г. № 529 “О порядке обращения акций Российского акционерного общества «Газпром» на период закрепления в федеральной собственности акций Российского акционерного общества «Газпром»» // Официально не публиковалось, доступно в СПС «Консультант-Плюс». URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 01.04.2017).

<sup>10</sup> В реальности же в 1990-е гг. принимались отдельные законы, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, в которых участие иностранных инвесторов в уставных капиталах некоторых организаций *прямо ограничивалось*. См., напр.: Указ Президента РФ от 28 мая 1997 г. № 529 «О порядке обращения акций Российского акционерного общества “Газпром” на период закрепления в федеральной собственности акций Российского акционерного общества “Газпром”» // СЗ РФ. 1997. № 22. Ст. 2569; Постановление Правительства РФ от 30 мая 1997 г. № 654; ст. 3 Федерального закона от 7 мая 1998 г. № 74-ФЗ «Об особенностях распоряжения акциями Российского акционерного общества энергетики и электрификации “Единая энергетическая система России” и акциями других акционерных обществ электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности» (СЗ РФ. 1998. № 19. Ст. 2070); ст. 15 Федерального закона от 31 марта 1999 г. № 69-ФЗ «О газоснабжении в Российской Федерации» (СЗ РФ. 1999. № 14. Ст. 1667). — Такие ограничения, очевидно, прямо влияли на возможность принятия уполномоченным федеральным органом решений о возможности размещения/обращения ценных бумаг за рубежом.

- об условиях, при которых разрешение может быть выдано, в том числе об определении количества ценных бумаг, которые могли быть допущены для размещения/обращения за рубежом;
- об условиях, при которых разрешение утрачивало силу и/или подлежало переоформлению;
- о влиянии последующего изменения регулятором подходов к регулированию (в том числе в части разрешенного к обращению количества ценных бумаг) для ранее выданных разрешений.

Регулирование последнего вопроса имеет исключительное значение для определенности в правах и обязанностях российских эмитентов, чьи бумаги обращаются за рубежом в соответствии с ранее выданными разрешениями, иностранных владельцев таких ценных бумаг, профессиональных участников рынка ценных бумаг (как российских, так и иностранных).

Видимо, по мысли законодателя, соответствующие вопросы могли быть урегулированы уполномоченным органом — ФКЦБ России — в рамках определения порядка допуска к размещению и обращению вне территории РФ российских ценных бумаг. Между тем даже при наиболее широком понимании слова «порядок» (правила, по которым совершается что-либо; режим [11, с. 566]) очевидно, что отнесение многих из указанных вопросов (если не всех) к регулированию ведомственным актом было не вполне корректным решением, поскольку в результате соответствующего регулирования определялись права и обязанности, прямо вытекающие из разрешения. Прежде всего это касается вопроса определения количества ценных бумаг, которые могли быть допущены для размещения/обращения за рубежом: определение такого количества есть ограничение прав, а соответствующее ограничение должно быть установлено законом и иметь под собой определенное разумное обоснование.

При введении нового регулирования *не был специально оговорен вопрос о распространении его действия на отношения по обращению ценных бумаг, которые возникли до вступления Закона «О рынке ценных бумаг» в силу*. Согласно ст. 53 этого Закона он вступал в силу со дня его официального опубликования. Таким образом, можно констатировать, что *действие его норм распространялось только и исключительно на будущее время*. В практическом плане такой подход законодателя (если он был осмысленным) означал следующее: нормы нового Закона не распространялись на те права и обязанности, которые возникли у российских эмитентов, иностранных держателей российских ценных бумаг (в любой форме), а также у профессиональных участников рынка ценных бумаг как в России, так и за рубежом, в связи с ранее выданными разрешениями на размещение/обращение российских ценных бумаг за рубежом. Не распространялись они и на случаи, когда соответствующие отношения возникли фактически, без получения разрешений каких-либо государственных органов.

Приведенные выводы важны для всего последующего изложения, поэтому не обойтись без комментариев общетеоретического характера о действии нормативного акта во времени.

В доктрине, как известно, выделяются три вида действия нормативного акта во времени, которые представляют собой способы организации перехода от старых отношений к новым: 1) немедленное действие нового нормативного акта; 2) обрат-



ное действие (обратная сила, ретроактивность) нового нормативного акта; 3) переживание (ультраактивность) старого нормативного акта [12, с. 33–35; 13, с. 126]<sup>11</sup>.

Немедленное действие закона — основной тип действия закона во времени, или, как указывается в доктрине, «тип нормального действия закона» [14, с. 8]. Он означает, что новый нормативный акт распространяется на будущие отношения, а также на существующие длящиеся отношения в части новых прав и обязанностей. Обратное действие является исключением из общего правила, дополнением к нему. Обратная сила нормативного акта — это «распространение действия нового акта на факты и порожденные ими последствия, которые возникли до введения в действие новых норм» [13, с. 128]. К способам придания нормативному акту обратной силы в доктрине относят: 1) указание в прямой или косвенной словесной форме; 2) определение срока введения нормативного акта в действие ранее, чем состоялось его принятие; 3) придание обратной силы, выявляемое посредством толкования нормативного акта; 4) обратную силу разъяснительных законов; 5) издание коллизионной нормы общего характера, обязывающей к применению с обратной силой определенных нормативных актов [15, с. 47–55]. Отличие немедленного действия нового нормативного акта от обратной силы нового нормативного акта заключается в действительности прав и обязанностей (фактов и их последствий), которые возникли в соответствии со старым законом. При немедленном действии ранее возникшие права и обязанности признаются, при обратной силе — не признаются и подлежат изменению в соответствии с нормами нового нормативного акта (см. об этом подробнее: [12, с. 34]).

Конституционный Суд РФ неоднократно<sup>12</sup> указывал на *общий (основной) принцип действия закона во времени, имеющий целью обеспечение правовой определенности и стабильности законодательного регулирования в России как правовом государстве*, объясняя его следующим образом: «Действие закона распространяется на отношения, права и обязанности, возникшие после введения его в действие, и только законодатель вправе распространить новые нормы на факты и порожденные ими правовые последствия, возникшие до введения соответствующих норм в действие, т. е. придать закону обратную силу (ретроактивность), либо, напротив, допустить в определенных случаях возможность применения утративших силу норм (ультраактивность)»<sup>13</sup>.

Таким образом, условиями правомерности придания нормативному акту обратной силы в соответствии с действующим законодательством являются: 1) наличие нового нормативно правового акта, устанавливающего новые правила поведения для новых (будущих) отношений; 2) наличие специальной (прямой) оговорки о придании новому акту обратной силы (или наличие правила общего порядка о придании обратной силы тем или иным нормативным положениям, регулирующим определенные сферы общественных отношений).

<sup>11</sup> Эти положения нашли отражение во многих правовых позициях Конституционного Суда РФ. См., напр.: Постановление от 22 апреля 2014 г. № 12-П // СЗ РФ. 2014. № 17. Ст. 208.

<sup>12</sup> См., напр.: Постановление от 22 апреля 2014 г. № 12-П; Определения от 18 января 2005 г. № 7-О, от 1 декабря 2009 г. № 1549-О-П, от 13 мая 2010 г. № 828-О-О, от 24 сентября 2012 г. № 1747-О, от 29 января 2015 г. № 211-О, от 12 мая 2016 г. № 1144-О (официально не публиковались, доступны в СПС «КонсультантПлюс»).

<sup>13</sup> Постановление от 22 апреля 2014 г. № 12-П; Определение от 12 мая 2016 г. № 1144-О; и др.

Однако усмотрение законодателя не безгранично. Указывая на возможность применения норм законов к ранее возникшим отношениям, Конституционный Суд РФ подчеркивал, что, несмотря на значительную дискрецию законодателя, она имеет фиксированные пределы, определяемые *принципом поддержания доверия к закону и действиям государства*, который предполагает сохранение разумной стабильности правового регулирования и недопустимость внесения произвольных изменений в действующую систему норм, а в случае необходимости — предоставление субъектам возможности в течение некоторого переходного периода адаптироваться к вносимым изменениям<sup>14</sup>. Соблюдение принципа поддержания доверия к закону и действиям государства особенно важно *применительно к случаям внесения изменений в действующее правовое регулирование, оказывающих неблагоприятное воздействие на правовое положение субъектов права*.

4. В 1998 г. ФКЦБ России принимает Постановление от 20 апреля 1998 г. № 7 «Об утверждении Положения о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск эмиссионных ценных бумаг к обращению за пределами Российской Федерации»<sup>15</sup>, согласно которому эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов допускались к обращению за пределами Российской Федерации *без ограничений*, за исключением государственных и муниципальных ценных бумаг, а также случаев обращения *через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг*. Последний случай как раз регулировался утвержденным Постановлением.

Постановление регулировало только один вид разрешения: допуск эмиссионных ценных бумаг к обращению за пределами Российской Федерации. Разрешение выдавалось самому эмитенту и на основании только его заявления. Разрешение выдавалось эмитенту при соблюдении одновременно следующих условий на день подачи заявления: а) выпуск(-и) эмиссионных ценных бумаг зарегистрирован(-ы) в соответствии с требованиями законодательства РФ, нормативными актами ФКЦБ России; б) эмиссионные ценные бумаги, за исключением облигаций, *допущены к обращению на фондовых биржах и/или к обращению у организаторов внебиржевой торговли на рынке ценных бумаг, имеющих лицензию ФКЦБ России* (п. 3). По существу, положение содержало и еще одно условие — допуск таких ценных бумаг к обращению на соответствующей зарубежной площадке.

Никаких положений относительно количественных ограничений для российских ценных бумаг документ не содержал. Не содержал он и положений относительно распространения его норм на отношения, возникшие до его принятия. Это означало, что нормы, которые в нем содержались, *распространяли свое действие на случаи получения новых разрешений, с которыми заявители обращались к регулятору после вступления документа в силу*.

Видимо, принятый документ не имел большого значения, о чем говорит хотя бы то, что указание на регулируемую им сферу отношений отсутствует в годовом отчете ФКЦБ России за 1998 г.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Постановления от 24 мая 2001 г. № 8-П, от 22 апреля 2014 г. № 12-П, от 15 февраля 2016 г. № 3-П, определения от 16 июля 2013 г. № 1071-О, от 22 декабря 2015 г. № 2991-О.

<sup>15</sup> Вестник ФКЦБ России. 1998. № 2.

<sup>16</sup> Годовой отчет ФКЦБ России за 1998 г. URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb\\_ffms/catalog.asp?ob\\_no=1982.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/catalog.asp?ob_no=1982.html) (дата обращения: 01.04.2017).



5. В 2001 г. в развитие положений ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» были приняты:

- Постановление ФКЦБ России от 13 марта 2001 г. № 3<sup>17</sup>, которым было утверждено Положение о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов;
- Постановление ФКЦБ России от 23 ноября 2001 г. № 29<sup>18</sup>, утвердившее Положение о порядке допуска эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, и обращение которых предполагается через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, к первичному размещению за пределами Российской Федерации и к обращению через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Положение, утвержденное первым из названных постановлений (от 13 марта 2001 г. № 3), согласно своему названию регулировало вопросы обращения российских ценных бумаг за рубежом и при этом *исключительно в форме депозитарных ценных бумаг*.

Положение не использовало какого-либо специального понятия для идентификации совокупности ценных бумаг, предполагаемых к обращению за рубежом («доля», «квота» и т.п.). Согласно Положению заявители в заявлении на выдачу разрешения должны были указать «вид (виды), категорию (категории), тип (типы), количество и общую номинальную стоимость эмиссионных ценных бумаг, в отношении которых подано заявление на выдачу разрешения» (п. 4 Положения). Текст заявления должен был содержать указание на общую номинальную стоимость акций российского эмитента той же категории, в отношении которых подано заявление на получение разрешения, обращающихся за пределами Российской Федерации, в том числе в форме депозитарных ценных бумаг, *на дату подачи заявления* (п. 4 Положения).

В Положении была предпринята попытка учесть возможные риски обращения российских ценных бумаг за рубежом, заключающиеся в концентрации обращения таких бумаг на зарубежных фондовых площадках. В частности, указывалось, что к заявлению надлежало приложить документ, подтверждающий допуск к торгам организатором торговли на рынке ценных бумаг Российской Федерации, имеющим лицензию ФКЦБ России (п. 4 Положения). Таким образом, регулятор в качестве общего правила для выдачи разрешений устанавливал правило о том, что ценные бумаги должны обращаться на организованных площадках внутри Российской Федерации, и лишь при соблюдении этого условия может быть дано разрешение на их размещение/обращение за рубежом (п. 7 Положения).

Однако признать предложенное решение достаточным для снижения или устранения соответствующего риска вряд ли можно.

<sup>17</sup> Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти (далее — БНА). 2001. № 16.

<sup>18</sup> Там же. 2002. № 5.

Во-первых, документ не указывал, что бумаги должны обращаться, и не устанавливал никаких показателей, которые должны быть достигнуты в результате такого обращения, — достаточно было только представить данные о допуске к обращению.

Во-вторых, указанный документ в косвенной форме<sup>19</sup> устанавливал значительное максимально разрешенное количество (с учетом уже обращающихся ценных бумаг за рубежом в любой из возможных форм) ценных бумаг российского эмитента, оборот которых был возможен на зарубежных фондовых рынках в форме депозитарных ценных бумаг, — *75 % общей номинальной стоимости всех акций эмитента соответствующей категории* (отметим, что в литературе того периода высказывались сомнения в осуществимости идеи регулирования процента от общего количества акций эмитента, подлежащих обращению среди иностранных инвесторов [2, с. 281]).

Ни Постановление, ни утвержденное им Положение *не устанавливали срока, на который дается соответствующее разрешение*. Можно предположить, что в рамках административной практики уполномоченный орган мог выдавать как бессрочные разрешения, так и разрешения, ограниченные определенным сроком. Документ не содержал условий, при которых разрешение утрачивало силу и/или подлежало переоформлению.

В Постановлении (п. 2) была сделана оговорка о *нераспространении* его действия на «эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов, которые обращаются за пределами Российской Федерации в указанной форме на момент вступления в силу» указанного Положения. Приведенная формулировка выглядит несколько странно и явно неудачно с точки зрения юридической техники, поскольку ценные бумаги — это не субъекты и не отношения. Однако общий смысл ее с учетом ранее приведенных положений о действии нормативного акта во времени предельно ясен: *если к моменту принятия постановления ценные бумаги уже обращались в форме депозитарных ценных бумаг за рубежом, то получать отдельное разрешение на ранее осуществленные действия не требовалось*. Соответственно, это означало полную «амнистию» в части обращения ценных бумаг в той доле, которая сложилась к моменту вступления Положения в силу. Однако если заявители планировали увеличить эту долю после вступления в силу указанного Постановления, то требовалось получать разрешение, которое могло быть выдано (при соблюдении прочих условий) при непревышении указанного в Положении количества ценных бумаг (75 %), вычисляемого с учетом уже обращающихся ценных бумаг.

Такой подход следует признать в полной мере соответствующим Конституции РФ, в том числе в том значении, которое придается ее положениям правовыми позициями Конституционного Суда РФ, и сложившимся доктринальным положениям. Такой подход в полной мере соответствовал и положениям самого Закона «О рынке ценных бумаг», ст. 43 которого (в редакции, действовавшей на момент

---

<sup>19</sup> В косвенной, поскольку прямой нормы в тексте документа, которая указывала бы, что «разрешенным количеством является...» и т.п., не было. В Положении в качестве одного из оснований для отказа в выдаче разрешения было установлено, что общая номинальная стоимость акций российского эмитента той же категории, в отношении которых подано заявление на получение разрешения, обращающихся за пределами Российской Федерации, в том числе в форме депозитарных ценных бумаг, будет превышать 75 % общей номинальной стоимости всех акций этого эмитента соответствующей категории (п. 7 Положения).

принятия рассматриваемого Постановления ФКЦБ России), регулировавшая вопросы принятия решений ФКЦБ России (постановлений), не устанавливала никаких положений о возможной обратной силе принимаемых постановлений.

Второй из указанных документов, принятых в 2001 г., — Постановление ФКЦБ России от 23 ноября 2001 г. № 29 — утвердил Положение о порядке допуска эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, и обращение которых предполагается через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, к первичному размещению за пределами Российской Федерации и к обращению через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

По предмету регулирования этот документ имел существенные отличия от ранее рассмотренного Положения, утв. 13 марта 2001 г., в частности:

- регулировал вопросы размещения/обращения ценных бумаг за рубежом *не в форме депозитарных ценных бумаг* (см. п. 2 Постановления от 23 ноября 2001 г. № 29);
- был направлен на регулирование порядка допуска к первичному размещению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в случае, если обращение таких бумаг предполагается осуществлять через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг или иные организации, осуществляющие деятельность, непосредственно способствующую заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами, а также к обращению таких ценных бумаг через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Таким образом, вопросов неорганизованного обращения за рубежом российских ценных бумаг он не касался.

Положение устанавливало иные требования к количеству ценных бумаг, которые допускались к обращению за рубежом. В косвенной форме<sup>20</sup> указывалась разрешенное к размещению/обращению количество ценных бумаг: *не более 20 % общей номинальной стоимости всех акций соответствующей категории или облигаций этого эмитента*. Отметим, что количество подсчитывалось (как видно из сноски) с учетом тех бумаг, которые уже обращаются за рубежом, в том числе в форме депозитарных ценных бумаг. И при этом нельзя не сказать о том, что между нормами рассматриваемого Положения и нормами Положения, утв. 13 марта 2001 г., не было ясной корреляции.

Отметим также, что Постановление от 23 ноября 2001 г. № 29 и утвержденное им Положение имели те же недостатки, что и Постановление от 13 марта 2001 г. № 3 и утвержденное им Положение. В частности, *не устанавливался срок, на который дается соответствующее разрешение*. Документ не содержал условий, при которых разрешение утрачивало силу и/или подлежало переоформлению.

<sup>20</sup> Как и ранее рассмотренное Положение, анализируемый документ не содержал нормы, которая указывала бы прямо на разрешенное количество ценных бумаг; в п. 5 Положения в части основания для отказа в выдаче разрешения отмечалось, что «общая номинальная стоимость всех обыкновенных или привилегированных акций российского эмитента, обращающихся за пределами Российской Федерации, в том числе в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов, или облигаций, будет превышать 20 % общей номинальной стоимости всех акций соответствующей категории или облигаций этого эмитента».

Пункт 3 Постановления содержал правило о том, что требования утвержденного им Положения «не распространяются на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов, которые размещаются или обращаются за пределами Российской Федерации на момент вступления в силу указанного Положения». Таким образом, хотя опять следует отметить крайне неудачную юридическую технику приведенной нормы, можно констатировать, что нормы Положения были рассчитаны для применения только (исключительно) на будущее время.

6. 22 марта 2002 г. было принято Постановление ФКЦБ России № 7/пс «О порядке допуска к обращению за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, обращение которых не предполагается осуществлять через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг»<sup>21</sup>.

Согласно этому документу эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов допускались к обращению за пределами Российской Федерации *без ограничений*, за исключением случаев размещения и обращения через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг или иные организации, осуществляющие деятельность, непосредственно способствующую заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами, а также за исключением случаев размещения и обращения в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов. Положение не распространялось на государственные и муниципальные ценные бумаги.

Таким образом, принимая во внимание нормы двух ранее рассмотренных постановлений ФКЦБ России 2001 г., можно сделать следующий вывод:

- если обращение российских эмиссионных ценных бумаг не предполагалось осуществлять через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг или иные организации, осуществляющие деятельность, непосредственно способствующую заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами, а также
- если размещение и обращение российских эмиссионных ценных бумаг не предполагалось осуществлять в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов,
- то такие ценные бумаги могли свободно обращаться за рубежом на основании общего разрешения, которое было предоставлено указанным Постановлением ФКЦБ России от 22 марта 2002 г. № 7/пс.

Обратим внимание на то, что согласно указанному Постановлению, а также исходя из смысла положений ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» либеральный режим обращения российских ценных бумаг за рубежом распространялся исключительно на отношения, возникающие в связи с обращением эмиссионных ценных бумаг; отношений по обращению иных ценных бумаг — не являющихся эмиссионными — Постановление не регулировало.

7. Существенное изменение правового регулирования в части размещения/обращения российских ценных бумаг за рубежом произошло в 2002 г., когда

---

<sup>21</sup> БНА. 2002. № 17.

Федеральным законом от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и о внесении дополнения в Федеральный закон “О некоммерческих организациях”»<sup>22</sup> (далее — Федеральный закон от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ) были внесены значительные изменения в ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг».

В результате таких изменений ряд вопросов, которые ранее регулировались на подзаконном уровне, был «перенесен» на уровень закона; были уточнены условия выдачи разрешения на размещение и обращение внутренних ценных бумаг за рубежом.

В закон, в частности, было введено понятие *«норматив, установленный нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг»*.

Разрешение могло быть выдано теперь регулятором (ФКЦБ России) только при условии, что «количество ценных бумаг российского эмитента, размещение или обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении таких ценных бумаг, не превышает норматив, установленный нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг».

Согласно ст. 4 Федерального закона от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ он вступал в силу со дня своего официального опубликования, за исключением случаев, предусмотренных указанной статьей. Анализ таких случаев показывает, что изменения в ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» к ним не относились, т.е. эти изменения вступили в силу согласно общему правилу (со дня официального опубликования Закона), при этом *никаких положений об обратной силе закона положения указанного Федерального закона не содержали*. Следовательно, все обновленные положения ст. 16 о выдаче разрешений, об условиях их выдачи и пр. распространялись только на отношения, которые возникали после вступления этого Закона в силу.

8. В 2003 г. в развитие ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» в обновленной редакции было принято Постановление ФКЦБ России от 1 апреля 2003 г. № 03-17/пс «О размещении и обращении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»<sup>23</sup>, утвердившее Положение о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к размещению или обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации.

Данным Постановлением были признаны утратившими силу все ранее перечисленные акты (постановления) ФКЦБ России.

Положение 2003 г. регулировало два вида разрешений (п. 1 Положения):

- разрешение на допуск к размещению за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов;

<sup>22</sup> СЗ РФ. 2002. № 52 (ч. 2). Ст. 5141.

<sup>23</sup> БНА. 2003. № 39.



— разрешение на допуск к обращению за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, которое организуется на основании договоров с российскими эмитентами.

Никаких норм об обратной силе норм Положения, которое было утверждено указанным Постановлением, данное Постановление не содержало<sup>24</sup>. Следовательно, *нормы Положения распространяли свое действие на случаи получения новых разрешений, с которыми заявители обращались к регулятору на основании ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» и указанного Положения после вступления его в силу.*

Как и в ранее указанных документах ФКЦБ России 2001 г., расчет норматива осуществлялся с учетом количества акций российского эмитента той же категории, в отношении которой подано заявление на получение разрешения, обращающихся за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении указанных акций российского эмитента на дату подачи заявления.

Новое Положение устанавливало, что разрешение могло быть выдано, «если количество акций российского эмитента одной категории, размещение или обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении указанных акций российского эмитента, *не превышает 40 % от общего количества всех акций этого российского эмитента той же категории*».

Установленный Положением норматив — не более 40 % — существенно отличался в меньшую сторону от допустимого количества, которое предусматривалось ранее действовавшим подзаконным актом (не более 75 %). Учитывая, что ни Федеральный закон от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ, ни указанное Постановление ФКЦБ России от 1 апреля 2003 г. № 03-17/пс, ни утвержденное им Положение не содержали норм об обратной силе, а также то, что положения указанного Постановления 2003 г. не предусматривали ни отмены ранее выданных разрешений, ни необходимости их переоформления по новым правилам, следует сделать однозначный вывод: *новые правила не распространялись на отношения, возникшие на основании ранее выданных разрешений*<sup>25</sup>.

В практическом плане это означало следующее: *если заявителю было выдано разрешение на количество акций к обращению за рубежом, в процентном отношении большее, чем установленный норматив (не более 40 %), то заявитель и иные лица, правомерность действий которых зависит от наличия соответствующего разрешения, были вправе осуществлять действия, которые приведут к обращению ценных бумаг на зарубежных рынках в том размере, который был указан в ранее выданном разрешении (в какой бы форме этот размер ни был указан: в форме количества акций или проценте или еще каким-либо образом).*

Нормы Положения 2003 г. имели те же недостатки, которые были свойственны документам ФКЦБ России 2001 г. В частности, не регулировались вопросы о сро-

<sup>24</sup> В этой части, как видно, есть существенные отличия от ранее проанализированных постановлений ФКЦБ России 2001 г.

<sup>25</sup> Такой вывод был актуален для разрешений, которые были бессрочны или срок которых не истек (если конкретные разрешения были выданы на определенный срок).



ке разрешения, не устанавливались условия, при которых разрешение утрачивало силу и/или подлежало переоформлению, а кроме того, по-прежнему не устранялись риски, связанные с возможным перемещением основного объема торговли российскими ценными бумагами на зарубежные фондовые площадки. И хотя разрешенный норматив был значительно снижен, тем не менее никаких требований об оборотах ценных бумаг на российских организованных площадках в документе не появилось. Как и ранее, к заявлению лишь прикладывался документ, подтверждающий включение ценных бумаг российского эмитента в котирующий список организатора торговли на рынке ценных бумаг, имеющего лицензию ФКЦБ России. Возможно, такой подход объяснялся тем, что условия выдачи разрешения были соответствующим образом сформулированы Федеральным законом от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ и регулятор был ограничен здесь в части установления более жестких ограничений.

9. В 2006 г. новым регулятором — Федеральной службой по финансовым рынкам (далее — ФСФР России) был принят Приказ от 12 января 2006 г. № 06-5/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и/или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»<sup>26</sup>.

Данным Приказом было признано недействующим Положение о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к размещению или обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. Постановлением ФКЦБ России от 1 апреля 2003 г. № 03-17/пс.

Положение 2006 г. регулировало два вида разрешений (п. 1 Положения):

- разрешение на размещение и обращение за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов;
- разрешение на обращение за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг.

Положение 2006 г. по своей структуре и содержанию незначительно отличалось от Положения 2003 г. К числу изменений следует отнести изменение норматива. Новое Положение указывало (п. 8, 9), что количество акций российского эмитента, размещение и/или обращение которых предполагается за пределами Российской

---

<sup>26</sup> БНА. 2006. № 10. — Соответствующие полномочия ФСФР России («по определению порядка допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации») были первоначально установлены п. 5.2.6 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 г. № 317 (СЗ РФ. 2004. № 27. Ст. 2780).

Затем соответствующие полномочия (утверждать «порядок допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации») были установлены п. 5.3.17.4 Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утв. Постановлением Правительства РФ от 29 августа 2011 г. № 717 «О некоторых вопросах государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации» (СЗ РФ. 2011. № 36. Ст. 5148).

Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, *не должно превышать 35 %* от общего количества всех размещенных акций российского эмитента той же категории, а если осуществлена государственная регистрация соответствующего выпуска (дополнительного выпуска) акций российского эмитента или если такая государственная регистрация осуществляется одновременно с выдачей разрешения ФСФР России также количества размещаемых (предлагаемых к размещению) акций российского эмитента той же категории.

Как и предыдущие документы ФКЦБ России (2001 и 2003 гг.), Положение 2006 г. не устанавливало никаких регулирующих норм о сроке действия разрешения, а также об условиях, при которых разрешение утрачивало силу и/или подлежало переоформлению.

В отличие от предыдущего документа в Положении 2006 г. появилось специальное правило о размещении ценных бумаг. В частности п. 9 Положения указывал, что акции каждого выпуска (дополнительного выпуска), размещение которых предполагается за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, одновременно с их размещением за пределами Российской Федерации должны были быть предложены к размещению на территории РФ через фондовую биржу или с привлечением брокера, совершающего сделки по размещению эмиссионных ценных бумаг от имени и за счет российского эмитента или от своего имени и за счет российского эмитента на основании возмездного договора с российским эмитентом. При этом за пределами Российской Федерации могло быть размещено не более 70 % от общего количества размещаемых акций такого выпуска (дополнительного выпуска).

10. В 2009 г. был принят Приказ ФСФР России от 10 июня 2009 г. № 09-21/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и/или организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»<sup>27</sup>. Данным документом были признаны утратившими силу Положение о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и/или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. Приказом ФСФР России от 12 января 2006 г. № 06-5/пз-н, и акты, вносившие в него изменения.

Положение 2009 г. регулировало два вида разрешений (п. 4 Положения):

- разрешение ФСФР России на размещение и организацию обращения эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации;
- разрешение ФСФР России на организацию обращения эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации.

Положение (п. 11 и 12) утвердило новые нормативы допустимого обращения российских (внутренних) ценных бумаг за рубежом, причем подход к определению таких нормативов существенно отличался от подхода, который использовался в предыдущих нормативных актах регулятора.

В частности, существенно были реновированы положения о допустимом к размещению/обращению нормативе. Положением не просто было установлено какое-то одно цифровое значение соответствующего норматива, его нормы впервые соз-

<sup>27</sup> Российская газета. 2009. 14 окт.

дали систему положений, которые учитывали различные ситуации: нахождение акций эмитента в соответствующем котировальном списке, наличие соглашения регулятора с органом (организацией) государства, в котором происходит размещение/обращение, и пр.

Положением были установлены общие правила о количестве акций российского эмитента, размещение и/или организацию обращения которых предполагается осуществлять за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг. В частности, такое количество не должно было превышать (п. 11.1):

- в случае, если акции российского эмитента включены в котировальный список «А» (первого или второго уровней) фондовой биржи, — 25 % от общего количества акций российского эмитента той же категории;
- в случае, если акции российского эмитента включены в котировальный список «Б» фондовой биржи, — 15 % от общего количества акций российского эмитента той же категории<sup>28</sup>, а в случае, когда заявителем является эмитент иностранных ценных бумаг с местом учреждения в государстве, с соответствующим органом (соответствующей организацией) которого ФСФР России заключено соглашение, предусматривающее порядок их взаимодействия, — 25 % от общего количества акций российского эмитента той же категории;
- в случае, если акции российского эмитента включены в котировальный список «В» или «И» фондовой биржи, — 5 % от общего количества акций российского эмитента той же категории, а в случае, когда заявителем является эмитент иностранных ценных бумаг с местом учреждения в государстве, с соответствующим органом (соответствующей организацией) которого ФСФР России заключено соглашение, предусматривающее порядок их взаимодействия, — 25 % от общего количества акций российского эмитента той же категории;
- в случае, если российским эмитентом является акционерное общество, которое в соответствии с Федеральным законом от 29 апреля 2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства»<sup>29</sup> признается хозяйственным обществом, имеющим стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства, и осуществляет геологическое изучение недр и/или разведку и добычу полезных ископаемых на участках недр федерального значения, — 5 % от общего количества акций российского эмитента той же категории, а в случае, если на дату представления документов для получения разрешения ФСФР России в установленном указанным Законом порядке принято решение о предварительном согласовании сделок,

<sup>28</sup> Согласно Положению под количеством в этой норме и далее понимались все размещенные и находящиеся в обращении (не являющиеся погашенными) акции российского эмитента соответствующей категории, а если осуществлена государственная регистрация соответствующего выпуска (дополнительного выпуска) акций российского эмитента или если такая государственная регистрация осуществляется одновременно с выдачей разрешения ФСФР России — также все размещаемые (предлагаемые к размещению) акции российского эмитента той же категории.

<sup>29</sup> СЗ РФ. 2008. № 18. Ст. 1940.

направленных на размещение и/или обращение акций российского эмитента за пределами Российской Федерации, — количества акций российского эмитента, в отношении указанных сделок с которыми в установленном указанным Законом порядке принято решение о предварительном согласовании таких сделок, но не более 25 % от общего количества акций российского эмитента той же категории.

Положением было определено обязательное условие: если предполагалось предложить к приобретению за пределами Российской Федерации размещаемые путем открытой подписки и/или размещенные акции российского эмитента, то в отношении таких акций должна была быть предоставлена возможность их приобретения на территории РФ. Согласно Положению такая возможность приобретения считалась предоставленной, если условия размещения указанных акций предусматривали их размещение на торгах фондовой биржи и/или с привлечением брокера, оказывающего российскому эмитенту услуги по размещению его акций на основании заключенного с ним возмездного договора. Возможность приобретения размещенных акций российского эмитента на территории Российской Федерации считалась предоставленной, если акционером — владельцем соответствующих акций российского эмитента была предоставлена возможность их приобретения на торгах фондовой биржи и/или с привлечением брокера, оказывающего акционеру — владельцу соответствующих акций российского эмитента услуги по их продаже (возмездному отчуждению) на основании заключенного с ним возмездного договора.

Положением обновлялись нормы об ограничениях количества размещаемых ценных бумаг одного выпуска (п. 11.3 Положения): могло быть размещено не более 50 % от общего количества размещаемых акций соответствующего выпуска (дополнительного выпуска). Если одновременно с размещением акций предоставлялась возможность приобретения размещенных акций той же категории того же российского эмитента по цене не ниже цены размещения акций, в течение срока, который должен быть не менее срока размещения акций, и на условиях оплаты, которые должны предусматривать ту же форму оплаты, что и размещаемые акции, и срок оплаты не меньший, чем срок оплаты размещаемых акций, за пределами Российской Федерации могло быть размещено (приобретено) не более 50 % от суммы общего количества размещаемых акций соответствующего выпуска (дополнительного выпуска) и количества предлагаемых к приобретению размещенных акций. В случае предложения размещенных акций российского эмитента к приобретению за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг, за пределами Российской Федерации могло быть приобретено не более 50 % от общего количества акций, предлагаемых акционером — их владельцем к приобретению на территории РФ.

При выдаче новых разрешений подлежало учету количество уже обращающихся ценных бумаг за рубежом. Говоря иначе, обращаться за новым разрешением, если доля обращающихся бумаг одного вида уже превышала вновь установленный норматив, не имело смысла, поскольку заявитель получил бы отказ на выдачу разрешения.

При отсутствии специальных указаний в Приказе и Положении 2009 г. относительно ретроактивного действия утвержденных ими норм следует, как и по результатам анализа ранее действовавших документов, констатировать: *новые правила,*

*принятые в 2009 г., не распространялись на отношения, возникшие в результате осуществления прав из ранее выданных разрешений; ни Приказ, ни утвержденное им Положение не признавали ранее выданные разрешения утратившими силу, равно как и не требовали их переоформления и/или приведения в соответствие с новыми правилами.*

Существенной особенностью нового регулирования стало то, что впервые появились положения об утрате разрешением силы (п. 16 Положения). В Положении 2009 г., как и в ранее названных подзаконных актах, содержалось указание на то, что (п. 7) разрешение ФСФР России выдается в отношении указанного в заявлении количества эмиссионных ценных бумаг российского эмитента каждого вида (категории, типа), размещение и/или организацию обращения которых предполагается осуществлять за пределами Российской Федерации. Однако теперь появилась норма (п. 16) о том, что разрешение ФСФР России утрачивает силу в случаях:

- отсутствия размещения и/или организации обращения эмиссионных ценных бумаг российского эмитента за пределами Российской Федерации, в том числе отсутствия размещения иностранных ценных бумаг, если размещение и/или организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российского эмитента за пределами Российской Федерации предполагалось осуществлять посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг, в течение одного года с даты выдачи разрешения ФСФР России;
- непредставления в установленный Положением срок уведомления об итогах предложения акций российского эмитента к приобретению на территории РФ и за ее пределами;
- погашения (аннулирования) эмиссионных ценных бумаг российского эмитента, на которые было выдано разрешение ФСФР России (таким образом, формально получение нового государственного регистрационного номера могло привести к автоматической утрате разрешением своей силы).

Указанные нормы об утрате разрешением силы распространялись только на разрешения, которые были выданы после вступления в силу Приказа ФСФР России от 10 июня 2009 г. № 09-21/пз-н, поскольку никакого ретроактивного действия его норм (или норм утвержденного им Положения) предусмотрено не было.

К числу новых норм следует отнести и появление нормы п. 17 Положения о том, что замена иностранного эмитента не требует нового разрешения.

**11.** Большое значение для регулирования исследуемых вопросов имело принятие Федерального закона от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков»<sup>30</sup>.

Этим Законом *впервые* были регламентированы вопросы юридической силы разрешений, ранее выданных уполномоченными федеральными органами исполнительной власти по рынку ценных бумаг. В частности, ч. 2 ст. 49 этого Закона предусматривается, что лицензии, *разрешения*, аттестаты, аккредитации, статус, выданные (осуществленные или присвоенные) в том числе Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, Федеральной службой по финансовым рынкам,

<sup>30</sup> СЗ РФ. 2013. № 30 (ч. 1). Ст. 4084.



действительны до окончания срока их действия, при этом если указанные лицензии, разрешения, аттестаты, аккредитации, статус выданы (осуществлены или присвоены) без ограничения срока действия, то они действуют бессрочно<sup>31</sup>.

По существу, этим нормативным положением было подтверждено действие всех ранее выданных разрешений на размещение/обращение российских ценных бумаг за рубежом.

12. В 2014 г. было принято Положение о порядке выдачи Банком России разрешения на размещение и/или организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. Банком России 13 октября 2014 г. № 436-П, действующее в настоящее время<sup>32</sup>.

Действующее Положение регулирует три вида разрешений (п. 2.4.4 Положения):

- разрешение на размещение ценных бумаг за пределами Российской Федерации;
- разрешение на размещение и организацию обращения ценных бумаг за пределами Российской Федерации;
- разрешение на организацию обращения ценных бумаг за пределами Российской Федерации.

Положением был признан недействующим с момента его вступления в силу Приказ ФСФР России от 10 июня 2009 г. № 09-21/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и/или организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации». При этом документ не содержит никаких положений о ретроактивном действии его норм. И это не случайно, поскольку согласно ст. 7 Федерального закона от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»<sup>33</sup> нормативные акты Банка России не имеют обратной силы. Таким образом, изменение регулятора (передача соответствующих полномочий Банку России) сняло саму проблему ретроактивного действия новых положений; в настоящее время любое последующее изменение нормативного регулирования порядка выдачи разрешений на размещение/обращение российских ценных бумаг за рубежом не может иметь ретроактивного действия.

<sup>31</sup> Приведем эту норму полностью: «2. Лицензии, разрешения, аттестаты, аккредитации, статус, выданные (осуществленные или присвоенные) Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, Федеральной службой по финансовым рынкам, Комиссией по товарной бирже, Инспекцией негосударственных пенсионных фондов при Министерстве труда и социального развития Российской Федерации, Федеральной службой страхового надзора, действительны до окончания срока их действия. Если указанные лицензии, разрешения, аттестаты, аккредитации, статус выданы (осуществлены или присвоены) без ограничения срока действия, то они действуют бессрочно. При переоформлении документа, подтверждающего наличие разрешения и/или аккредитации, а также аттестата, выданного Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, Федеральной службой по финансовым рынкам, Комиссией по товарной бирже, Инспекцией негосударственных пенсионных фондов при Министерстве труда и социального развития Российской Федерации, Федеральной службой страхового надзора, выдаются соответствующие документ или лицензия Банка России в порядке, установленном для переоформления соответствующих документов или лицензий».

<sup>32</sup> Положение вступило в силу по истечении 10 дней после дня его официального опубликования в «Вестнике Банка России» (опубликовано 8 апреля 2015 г.).

<sup>33</sup> СЗ РФ. 2002. № 28. Ст. 2790.



Отсутствие ретроактивности означает следующее:

- нормы Положения 2014 г. не распространятся на отношения, возникшие при осуществлении прав из ранее выданных разрешений; ранее выданные разрешения не утрачивают силу, документ не требует их переоформления или приведения их содержания в соответствие с новыми правилами; соответственно, правообладатели таких разрешений вправе осуществлять свои права в том объеме, в котором они указаны в ранее выданных разрешениях;
- если ранее заявителю было выдано разрешение, в соответствии с которым количество акций, допустимое к размещению/обращению за рубежом, в процентном отношении было большим, чем новый установленный норматив, то лицо вправе осуществлять действия, которые приведут к обращению ценных бумаг на зарубежных площадках в том размере, который был указан в ранее выданном разрешении и после вступления в силу Положения 2014 г.;
- Положение 2014 г. распространяется на случаи получения новых разрешений, с которыми заявители обращаются к регулятору (Банку России) на основании ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» и самого Положения 2014 г. после вступления его в силу;
- превышение количества ценных бумаг российского эмитента, допускаемых к обращению за пределами Российской Федерации, определенного в ранее выданном разрешении, норматива, впоследствии установленного нормативными актами Банка России, не является основанием для аннулирования (отзыва) указанного разрешения. Законом «О рынке ценных бумаг», Положением 2014 г. не установлены случаи возможного аннулирования (отзыва) разрешения, основания и процедура аннулирования, а также не закреплено право уполномоченного органа на издание ненормативных актов о прекращении действия разрешения.

Действующим Положением установлены новые положения в части допустимого норматива, а также подробные правила утраты разрешением силы, которые схожи частично с положениями ранее действовавшего документа (Положения 2009 г.) в этой части.

Относительно допустимого норматива документ устанавливает следующие положения (п. 3.6)<sup>34</sup>:

- количество акций российского эмитента, размещение и/или организация обращения которых предполагается за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг, *не должно превышать 25 % от общего количества акций российского эмитента той же категории*<sup>35</sup>;

<sup>34</sup> При выдаче новых разрешений подлежит учету количество уже обращающихся ценных бумаг за рубежом.

<sup>35</sup> Под общим количеством акций российского эмитента определенной категории документ понимает все размещенные и находящиеся в обращении (не являющиеся погашенными) акции российского эмитента этой категории, а если осуществлена государственная регистрация соответствующего выпуска (дополнительного выпуска) акций российского эмитента или если такая государственная регистрация осуществляется одновременно с выдачей разрешения — также все размещаемые (предлагаемые к размещению) акции российского эмитента той же категории.

- в случае размещения акций российского эмитента за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, за пределами Российской Федерации *может быть размещено не более 50 % от общего количества предлагаемых к размещению акций соответствующего выпуска (дополнительного выпуска)*; если одновременно с размещением указанных акций предоставляется возможность приобретения размещенных акций той же категории того же российского эмитента по цене не ниже цены размещения акций в течение срока, который должен быть не менее срока размещения акций, и на условиях оплаты, которые должны предусматривать ту же форму оплаты, что и размещаемые акции, и срок оплаты не меньший, чем срок оплаты размещаемых акций, за пределами Российской Федерации *может быть размещено (приобретено) не более 50 % от общего количества предлагаемых к размещению акций соответствующего выпуска (дополнительного выпуска) и количества предлагаемых к приобретению размещенных акций*<sup>36</sup>;
- в случае предложения размещенных акций российского эмитента к приобретению за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг, *за пределами Российской Федерации может быть приобретено не более 50 % от общего количества акций, предлагаемых к приобретению акционером — их владельцем*<sup>37</sup>;
- в случае представления заявления на получение разрешения на организацию обращения за пределами Российской Федерации акций российского эмитента, размещаемых в связи с реорганизацией другого российского эмитента, обращение акций которого на основании ранее выданного разрешения (иногo решения уполномоченного государственного органа) было организовано за пределами Российской Федерации посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг, *указанный норматив (не более 50 %) не применяется*.

Действующим Положением установлены довольно подробные правила утраты разрешением силы (п. 3.10). В частности, указано, что любое из трех видов разрешений утрачивает силу по истечении 45 дней после наступления одного из следующих событий:

- истечение одного года с даты выдачи разрешения в случае отсутствия размещения и/или организации обращения ценных бумаг российского эмитента за пределами Российской Федерации, в том числе отсутствия размещения иностранных ценных бумаг, если размещение и/или организацию

<sup>36</sup> Под предлагаемыми к приобретению размещенными акциями российского эмитента, а также под предлагаемыми к размещению акциями российского эмитента (в случае их размещения путем открытой подписки) документ понимает акции, возможность приобретения которых на организованных торгах и/или с привлечением брокера, оказывающего эмитенту услуги по размещению таких акций, предоставляется на территории РФ одновременно с предоставлением возможности приобретения таких акций за пределами Российской Федерации.

<sup>37</sup> Под предлагаемыми к приобретению размещенными акциями российского эмитента документом понимаются акции, возможность приобретения которых на организованных торгах и/или с привлечением брокера, оказывающего акционеру — их владельцу услуги по реализации (продаже) таких акций, предоставляется на территории РФ одновременно с предоставлением возможности приобретения таких акций за пределами РФ.

обращения ценных бумаг российского эмитента за пределами Российской Федерации предполагалось осуществлять посредством размещения и обращения иностранных ценных бумаг в течение одного года с даты выдачи разрешения;

- окончание срока размещения ценных бумаг российского эмитента в случае их предложения к приобретению за пределами Российской Федерации в процессе размещения и нерасположение ни одной ценной бумаги российского эмитента, если их размещение за пределами Российской Федерации предполагалось осуществлять посредством размещения иностранных ценных бумаг, в течение установленного срока размещения ценных бумаг российского эмитента;
- окончание срока, предусмотренного п. 4.1 Положения, в случае непредставления в указанный срок уведомления о результатах размещения и/или организации обращения ценных бумаг российского эмитента за пределами Российской Федерации;
- окончание срока, предусмотренного п. 3.14 Положения, в случае непредставления в указанный срок уведомления, предусмотренного п. 3.12 Положения.

В случае погашения всех ценных бумаг российского эмитента, в отношении которых было выдано разрешение, в том числе в связи с признанием соответствующего выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг российского эмитента несостоявшимся или недействительным, разрешение утрачивает силу с даты погашения всех таких ценных бумаг российского эмитента. Указанное основание применяется и в случае изменения государственного регистрационного номера выпуска; однако в последнем случае речь идет только о тех выпусках, в отношении которых было ранее дано разрешение на основании исключительно указанного Положения 2014 г., но не ранее действовавших документов.

В действующем Положении воспроизведена норма Положения 2009 г. о том, что замена иностранного эмитента не требует нового разрешения.

**13.** Подведем итоги. Проведенное исследование показывает, что государству понадобилось довольно значительное время, чтобы сформировать развитое правовое регулирование размещения/обращения российских ценных бумаг за рубежом. Причем на самом «старте» активного развития трансграничного обращения российских ценных бумаг государство, по существу, упустило инициативу. В лице уполномоченных органов оно было вынуждено создавать разрешительный режим размещения/обращения российских ценных бумаг за рубежом тогда, *когда они уже фактически обращались на зарубежных фондовых рынках в форме депозитарных расписок*. Это породило проблему, связанную с учетом фактически возникших отношений (учетом доли уже обращающихся ценных бумаг). Специального решения этой проблемы государство долгое время избегало. Нормативные акты, принимавшиеся регуляторами (ФКЦБ России, ФСФР России), не устанавливали детальных положений о ретроактивном действии новых норм. Иначе говоря, проблема решалась игнорированием правил юридической техники о действии нормативного акта во времени.

Принципиально вопрос о действии ранее выданных разрешений, в том числе и в части количества ценных бумаг, которые могли быть размещены/допущены к обращению за рубежом, был решен только в 2013 г., когда *было указано*

на действительность всех ранее выданных разрешений — на срок их действия, если они были выданы на срок, или бессрочно, если у таких разрешений не было срока. С 2013 г. можно говорить о совершенно новом этапе в регулировании вопросов размещения/обращения российских ценных бумаг за рубежом: окончательно решен вопрос о действительности ранее выданных разрешений, нормы новых документов регулятора распространяются только на будущее и не имеют ретроактивного действия. Тем не менее, делая такой вывод, нельзя не сказать о потенциальной проблеме. Она может возникнуть, если государство захочет не либерализовать порядок размещения/обращения ценных бумаг за рубежом, а, наоборот (не важно, в силу каких обстоятельств), ужесточить его; никогда нельзя исключать и вариант полного или частичного запрета на такое размещение/обращение. В этом случае неизбежно возникнет вопрос о том, как быть с указанной нормой общего порядка о действительности ранее выданных разрешений. То, что государство вправе принять соответствующее решение, используя те ограничения, которые определяются конституционно-правовым *принципом поддержания доверия к закону и действиям государства* (см. выше), не вызывает сомнений, однако стоит сказать и о том, что во избежание потенциальных проблем необходимо детально регулировать не только вопросы выдачи разрешений, их действительности, но и вопросы утраты ими силы, порядка такой утраты и их последствий.

Одной из тенденций в развитии законодательства стал перенос регулирования с уровня подзаконных актов на уровень закона (Федерального закона «О рынке ценных бумаг»)<sup>38</sup>. Отмечая эту тенденцию, тем не менее, надо отметить следующее: в соотношении между законным и подзаконным регулированием необходимый баланс пока не найден. Представляется, что подзаконным регулированием должны регулироваться *исключительно процедурные вопросы*. Между тем в настоящее время подзаконное регулирование по-прежнему восполняет недостатки закона, «дописывает» закон, включая в орбиту подзаконного регулирования такие вопросы, которые должны найти отражение непосредственно в законе, например вопросы срока, на который выдается разрешение, оснований и порядка утраты силы разрешения (здесь, кстати, не мешало бы подумать о формулировках, которые должны наиболее адекватным образом отражать обстоятельства реальной действительности, и «утрата силы» не кажется удачной стилистической конструкцией).

Нельзя не отметить и то, что до сих пор, несмотря на продолжительный, уже более чем 20-летний период развития законодательства (с 1996 г.), ни в законе, ни на уровне подзаконных актов практически *никак не регулируются последствия утраты разрешением силы*.

Как видно из анализа подзаконных актов, устанавливавших в разные годы разрешенное количество к размещению/обращению за рубежом российских ценных бумаг, *налицо две очевидные тенденции*.

*Во-первых*, постепенное снижение общей доли ценных бумаг определенного типа, которые могут быть допущены к размещению/обращению за рубежом: от не более чем 75 % в самом начале к не более чем 25 % в настоящее время.

Отмечая эту тенденцию, нельзя не отметить противоречивость подходов государства, которые в разные годы формулировались в различных программных

<sup>38</sup> Эту тенденцию исследователи выделяли для развития всего законодательства о ценных бумагах (рынке ценных бумаг) [16, с. 11].

документах. Скажем больше: в вопросах размещения/обращения российских эмиссионных ценных бумаг за рубежом у государства никакой внятной стратегии и политики нет. Продемонстрируем это на примерах.

В 2006 г. в Стратегии развития финансового рынка на 2006–2008 гг., утв. Распоряжением Правительства РФ от 1 июня 2006 г. № 793-р<sup>39</sup>, констатировалось, что «внутренний финансовый рынок испытывает недостаток ликвидности по качественным активам, а значительные объемы сделок с российскими активами осуществляются на зарубежных торговых площадках, куда уходит основная доля акций, находящихся в свободном обращении». Как видно из приведенного фрагмента, государство однозначно негативно оценивало складывающуюся ситуацию. И понятно почему: такая ситуация не позволяла развивать фондовый рынок, сосредоточивать на российских торговых площадках большие объемы торговли.

На необходимость развития финансовых рынков и других институтов, обеспечивающих трансформацию сбережений в капитал, указывает Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г., утв. Распоряжением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р<sup>40</sup>. Этот же документ указывал в качестве приоритетов превращение России в один из мировых финансовых центров, обеспечение лидирующих позиций на финансовых рынках евразийского пространства. В том же году сходные задачи государство сформулировало в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., утв. Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р<sup>41</sup>. В этом документе видим положение о необходимости обеспечить «ускоренное экономическое развитие страны посредством качественного повышения конкурентоспособности российского финансового рынка и *формирования на его основе самостоятельного финансового центра*, способного сконцентрировать предложение широкого набора финансовых инструментов, спрос на финансовые инструменты со стороны внутренних и внешних инвесторов и тем самым создать условия для формирования цен на такие финансовые инструменты и соответствующие им активы в Российской Федерации».

Задача развития отечественного финансового рынка, амбициозная задача формирования на его основе одного из международных финансовых центров могут решаться в том числе *снижением разрешенного к размещению/обращению количества ценных бумаг российских эмитентов*. Именно такую стратегию и предлагал регулятор — ФСФР России — в проекте Доклада «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 годы и на долгосрочную перспективу»: «Следует не только стимулировать эмитентов к увеличению размещения ценных бумаг на российских биржах, но и рассмотреть вопрос об изменении пропорций размещения ценных бумаг в России и за ее пределами в пользу российского рынка»<sup>42</sup>.

<sup>39</sup> СЗ РФ. 2006. № 24. Ст. 2620.

<sup>40</sup> СЗ РФ. 2008. № 47. Ст. 5489.

<sup>41</sup> СЗ РФ. 2009. № 3. Ст. 423.

<sup>42</sup> Проект Доклада ФСФР России «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 годы и на долгосрочную перспективу». URL: <http://kommersant.ru/doc/868875> (дата обращения: 01.04.2017).

Однако уже в 2011 г. мы видим поручение Президента РФ Правительству РФ (п. 6 Пр-1822 от 1 июля 2011 г.) «обеспечить отмену ограничений на размещение и организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»<sup>43</sup>. Соответствующее поручение реализовано не было. Более того, после его появления ст. 16 Закона «О рынке ценных бумаг» *трижды* менялась федеральными законами: от 21 ноября 2011 г. № 327-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона “Об организованных торгах”»<sup>44</sup>, от 14 июня 2012 г. № 79-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и Федеральный закон “Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг”»<sup>45</sup>, от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков»<sup>46</sup>. Причем последние два названных Закона содержали нормы, *менявшие регулирование в вопросах выдачи разрешений на размещение/обращение российских ценных бумаг за рубежом*. Таким образом, выполнить соответствующее поручение можно было как минимум дважды, но ничего подобного не произошло.

Вопрос о том, почему реализации поручения не произошло, не находит ответа ни в одном из документов. Впрочем, не будет ответа и на другой вопрос: почему такое поручение вообще было сформулировано в 2011 г. и именно в таком виде? С 2006 г. государство приняло две стратегии развития финансового рынка: на 2006–2008 гг. и на период до 2020 г. Но ни в одной из них проблемы регулирования обращения российских ценных бумаг за рубежом не были системно освещены. А из тех фрагментов, в которых соответствующие вопросы освещаются, строго говоря, сложно что-либо понять.

Например, вот фрагмент из Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г.: «В целях снижения административных барьеров и упрощения процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг необходимо: ...определить процедуры предложения ценных бумаг международным и отечественным инвесторам профессиональными участниками рынка ценных бумаг, оказывающими услуги по размещению и/или организации обращения ценных бумаг, а также установить ответственность этих лиц и выработать механизмы контроля за предложением ценных бумаг в Российской Федерации и за ее пределами, в том числе с участием саморегулируемых организаций».

Как (и почему) связаны в этом фрагменте «снижение административных барьеров» и «механизмы контроля за предложением ценных бумаг за пределами Российской Федерации» — совершенно непонятно. Понятно лишь одно: подобного рода формулировки в реальности могут служить основанием для абсолютно

---

<sup>43</sup> Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума, 16–18 июня 2011 г. URL: <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/11816> (дата обращения: 01.04.2017).

<sup>44</sup> СЗ РФ. 2011. № 48. Ст. 6728.

<sup>45</sup> СЗ РФ. 2012. № 25. Ст. 3269.

<sup>46</sup> СЗ РФ. 2013. № 30 (ч. 1). Ст. 4084.



противоположных правовых решений, а это означает, что ни к каким положениям стратегического характера их относить совершенно невозможно.

Отсутствие системного подхода к вопросам размещения/обращения российских эмиссионных ценных бумаг за рубежом показывает и изучение ежегодных отчетов регуляторов за период с 1997 г. — ФКЦБ России (1997, 1998, 2001, 2002 гг.<sup>47</sup>) и ФСФР России (2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010–2011, 2011–2012 гг.<sup>48</sup>), а также докладов ФСФР России о результатах и основных направлениях деятельности (2007–2009, 2008–2010, 2009–2011, 2010–2012, 2013–2015 гг.<sup>49</sup>).

В указанных отчетах и докладах соответствующая информация приводится очень отрывочно (а в некоторых не приводится вовсе): в одних случаях (отчет 1997 г.) в виде информации об открытых программах депозитарных расписок<sup>50</sup>, в других — в виде информации о том, сколько инвестиций было привлечено российскими предприятиями путем размещения американских депозитарных расписок (см. Годовой отчет ФКЦБ России за 2002 г.)<sup>51</sup>. В третьих случаях мы видим в тексте информацию о количестве выданных разрешений на допуск к размещению и/или обращению эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации (см. Отчет ФСФР России о результатах деятельности в 2005 г., Доклад ФСФР России об итогах работы за 2006 г., Отчет о работе ФСФР России за 2007 г.)<sup>52</sup>. В единичных случаях встречается какая-то аналитическая информация<sup>53</sup>.

Высказывая критические замечания в отношении документов прежних регуляторов, нельзя не отметить и того, что и в настоящее время — после создания мегарегулятора — ничего не изменилось. Ни в одном из документов, которые определяют направления развития и мероприятия по их реализации, — Основные направления финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг., одобренные Советом директоров Банка России 26 мая 2016 г.<sup>54</sup>, План мероприятий («дорожная карта») «Основные мероприятия по развитию финансового рынка

<sup>47</sup> URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=1765.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/catalog.asp@ob_no=1765.html) (дата обращения: 05.04.2017).

<sup>48</sup> URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive\\_ffms/ru/about/activity\\_results/annual\\_reports/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/about/activity_results/annual_reports/index.html) (дата обращения: 05.04.2017).

<sup>49</sup> URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive\\_ffms/ru/about/activity\\_results/drond/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/about/activity_results/drond/index.html) (дата обращения: 05.04.2017).

<sup>50</sup> Годовой отчет ФКЦБ России за 1997 год. URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=1981.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/catalog.asp@ob_no=1981.html). С. 33 (дата обращения: 01.04.2017).

<sup>51</sup> URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=2185.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/catalog.asp@ob_no=2185.html) (дата обращения: 08.04.2017). — Указано, что российскими предприятиями путем размещения американских депозитарных расписок было привлечено в 2002 г. инвестиций на 146 млн долларов.

<sup>52</sup> Так, указано, что за 2005 г. выдано 8 разрешений на допуск к размещению и/или обращению эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации, в 2006 г. — 11 разрешений, в 2007 г. — 19 разрешений (Отчет о работе ФСФР за 2007 год. URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive\\_ffms/common/upload/Otchet\\_zh\\_2007\\_god.pdf](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/common/upload/Otchet_zh_2007_god.pdf) (дата обращения: 08.04.2017)).

<sup>53</sup> Так, в докладе ФСФР России об итогах работы за 2006 г. встречаем такой фрагмент: «Наблюдается снижение отказов в государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг, что свидетельствует об общем повышении уровня информированности эмитентов о стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг. Аналогичная ситуация прослеживается с разрешениями на размещение и/или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации» (URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive\\_ffms/ru/about/activity\\_results/annual\\_reports/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/about/activity_results/annual_reports/index.html) (дата обращения: 05.04.2017)).

<sup>54</sup> URL: [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr\\_2016-18.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf) (дата обращения: 07.04.2017).

Российской Федерации на период 2016–2018 гг.»<sup>55</sup>, План мероприятий (дорожная карта) Банка России на 2016 год по реализации Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг.<sup>56</sup>, — соответствующие вопросы системного освещения не нашли.

*Во-вторых*, очевидной тенденцией является учет при установлении разрешенного норматива различных ситуаций. Говоря иначе, от установления какого-то одного количественного значения норматива регулятор перешел к дифференциации таких значений, учитывающей нахождение акций эмитента в соответствующем котировальном списке, наличие соглашения регулятора с органом (организацией) государства, в котором происходит размещение/обращение, реорганизацию и прочие факторы.

Эту тенденцию следует оценить положительно. Однако остаются вопросы обоснованности установления соответствующих цифровых показателей нормативов. Ни одна из цифр, с нашей точки зрения, не имеет серьезного обоснования. Причина тому хорошо понятна из описания предыдущей тенденции: *полное отсутствие стратегии в данном вопросе*. Именно наличие такой стратегии позволит определить направления дальнейшего совершенствования правового регулирования вопросов размещения/обращения российских эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации.

В правовом регулировании требуют учета обязательства Российской Федерации по международным договорам и соглашениям; при этом формулирование положений соответствующих договоров и соглашений, особенно в части различных интеграционных объединений, должно осуществляться с учетом разработанной стратегии и ее основ, закрепленных во внутреннем законодательстве.

Пока ни первый, ни второй из названных аспектов никакого развития в законодательстве не находит, хотя их учет предполагает дифференциацию (или скажем по-другому — может послужить для дифференциации) режимов размещения/обращения российских эмиссионных ценных бумаг за рубежом.

Особое значение имеет учет указанных аспектов в силу обязательств России по Договору о Евразийском экономическом союзе, подписанному в г. Астане 29 мая 2014 г. Пункт 25 Протокола по финансовым услугам, являющегося Приложением № 17 к Договору, указывает, что государства — участники такого Договора гармонизируют требования по регулированию рынка ценных бумаг и надзору за ним, руководствуясь в своих действиях наилучшей международной практикой и принципами Международной организации комиссий по ценным бумагам, Организации экономического сотрудничества и развития, в том числе в отношении «обеспечения возможности размещения и обращения ценных бумаг эмитентов государств-членов на всей территории Союза *при условии регистрации эмиссии (выпуска) ценных бумаг регулирующим органом государства регистрации эмитента*».

Приведенное положение — это уже вторая попытка урегулировать соответствующие вопросы в рамках интеграционных объединений на постсоветском пространстве.

<sup>55</sup> URL: [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/main\\_events.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/main_events.pdf) (дата обращения: 07.04.2017).

<sup>56</sup> URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/map.pdf> (дата обращения: 07.04.2017).

Первые попытки были сделаны еще в различных документах, принимавшихся в рамках Содружества Независимых Государств.

Так, еще в 1992 г. Решением Совета глав правительств СНГ был одобрен проект Соглашения о регулировании межгосударственного рынка ценных бумаг (действие этого решения прекращено в 2000 г.). Среди прочего проект Соглашения предусматривал, что порядок обращения государственных ценных бумаг одного государства-участника на территории любого другого государства-участника устанавливается по их взаимному согласованию. Предлагалось указать, что участники соглашения «считают целесообразным обеспечение равных возможностей для эмиссии и допуска к обращению на рынках ценных бумаг своих государств акций и облигаций, выпускаемых хозяйствующими субъектами, зарегистрированными на территории сторон, при условии государственной регистрации ценных бумаг как по месту эмиссии, так и по месту их обращения».

Была разработана и подписана в г. Москве 25 ноября 1998 г. Конвенция о координации деятельности государств — участников СНГ на рынках ценных бумаг. И хотя Россия в этой Конвенции не участвует, документ содержит ст. 5, регулирующую *допуск к размещению и/или обращению ценных бумаг, выпущенных эмитентами-нерезидентами* (впрочем, ее анализ показывает, что никакого содержательного и вообще имеющего хоть какое-то значение регулирования в ней нет<sup>57</sup>).

В 2003 г. было принято Решение Совета глав правительств СНГ «О создании Совета руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств — участников Содружества Независимых Государств», которым утверждено Положение о Совете руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств — участников СНГ. Изначально к числу основных направлений деятельности этого Совета было отнесено и *«содействие допуску ценных бумаг эмитентов, созданных на территории государств — участников СНГ, к размещению и обращению на фондовых биржах других государств — участников СНГ»*. С 2015 г. согласно Решению Совета глав правительств СНГ «О внесении изменений в Положение о Совете руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств — участников Содружества Независимых Государств» (принято в г. Душанбе 30 октября 2015 г.) этот пункт выглядит так: *«выработка принципов регулирования, направленных на упрощение допуска ценных бумаг эмитентов, созданных на территориях государств — участников СНГ, к размещению и обращению на фондовых биржах других государств — участников СНГ»*.

Чуть ранее в 2015 г. Решением Экономического совета СНГ «О деятельности Совета руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств — участников Содружества Независимых Государств» (при-

---

<sup>57</sup> Статья содержит два положения: 1) допуск к размещению и/или обращению ценных бумаг, выпущенных эмитентами-нерезидентами на национальный рынок стороны, участвующей в Конвенции, осуществляется в соответствии с требованием законодательства последней; 2) обязательство каждой участвующей в Конвенции стороны поручить своим соответствующим органам, выдающим разрешения на допуск к размещению и/или обращению ценных бумаг, выпущенных эмитентами — резидентами других сторон Конвенции, на своем национальном рынке, доводить до сведения Межгосударственного валютного комитета информацию о размещении и/или обращении этих ценных бумаг, предоставленным разрешениям и отказам с обязательным обоснованием последних.

нято в г. Москве 11 сентября 2015 г.) было признано целесообразным развивать деятельность указанного Совета в таком направлении, как «обеспечение взаимного допуска ценных бумаг к обращению на биржах государств — участников СНГ»<sup>58</sup>.

В 2004 г. Межпарламентская Ассамблея государств — участников СНГ приняла Рекомендации по гармонизации законодательства в сфере финансовых рынков стран СНГ (от 17 апреля 2004 г. № 23-10)<sup>59</sup>. Среди первоочередных направлений гармонизации законодательства на финансовых рынках документ указывал и такое: «создание правовой основы для трансграничного обращения ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством стран — участниц СНГ, на территории других стран — участниц Содружества». Однако больших продвижений в этом направлении не предлагалось. Документ содержал раздел «Создание правовой основы для “трансграничного” обращения ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством стран — участниц СНГ, на территории СНГ», в котором имеется следующее положение: «порядок и условия эмиссии и допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению определяются каждым государством самостоятельно. В целях наиболее полного учета интересов сторон и выработки единой концепции регулирования этих отношений решение данного вопроса целесообразно в рамках межгосударственного соглашения».

Как видно, в целом в рамках СНГ какого-то стройного регулирования размещения/обращения ценных бумаг эмитентов из одного государства на территории другого государства выработано не было. Отмечая это, мы не критикуем только и исключительно сложившуюся практику регулирования этих вопросов в СНГ. Такая практика — зеркальное отражение отсутствия нашей собственной (российской) стратегии в этих вопросах. Была бы такая стратегия — возможно, было бы и иное регулирование.

В нормативных актах следует учитывать и иные основания для дифференциации регулирования помимо имеющихся международных обязательств.

Такая дифференциация может, в частности, основываться на виде эмиссионной ценной бумаги, размещение/обращение которой предполагается на зарубежных рынках: один правовой режим может быть установлен для акций (причем, в свою очередь, с какой-то более глубокой дифференциацией (публичные, непубличные и пр.)), другой — для облигаций (опять же, с более глубокой дифференциацией внутри), третий — для иных ценных бумаг.

Совершенно не учитывают действующие нормативные акты такой фактор, как санкции, введенные государствами, на фондовых рынках которых предполагается размещать/обращать российские эмиссионные ценные бумаги, против Российской Федерации, отдельных ее граждан (категорий граждан), а также организаций<sup>60</sup>. Между тем здесь как раз дифференциация имеет большой смысл (кстати, как и специальные положения об отзыве (утрате силы и пр.) ранее выданных разрешений в случае введения санкций, а также о порядке и условиях урегулирования отноше-

<sup>58</sup> Аналогичный текст ранее был представлен в информационно-аналитических обзорах «О состоянии рынка ценных бумаг государств — участников СНГ», подготовленных Советом руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств — участников СНГ, в 2012 и 2014 гг.

<sup>59</sup> URL: <http://iacis.ru/upload/iblock/947/r17.pdf> (дата обращения: 13.04.2017).

<sup>60</sup> Анализ таких санкций и перечень лиц, под них подпадающих на 2016 г., см. в [17].

ний различных субъектов, вовлеченных в процесс размещения/обращения). Такие санкции имеют существенное значение для инвестиций в российские ценные бумаги. В будущем их негативное влияние может только возрасти. Это хорошо видно из содержания проектов законов, которые рассматриваются в настоящее время в некоторых государствах<sup>61</sup>. Однако дело не только в учете текущего момента, но и в том, чтобы у регулятора была возможность учитывать указанный фактор.

Таким образом, правовое регулирование вопросов размещения/обращения российских эмиссионных ценных бумаг пока далеко от совершенства. Отчасти многие его недостатки в настоящее время микшируются текущей политической и экономической ситуацией, однако нам кажется, что это как раз повод для того, чтобы более внимательно посмотреть на эту сферу правового регулирования и учесть тот опыт, который накоплен в нашем праве и административной практике за последние два десятилетия.

### Литература и источники

1. Тюрин В. Ю. Американские и глобальные депозитарные расписки: теория и практика. М.: Диалог-МГУ, 1998. 200 с.
2. Ратников К. Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. М.: Статут, 2001. 334 с.
3. Едронова В. Н., Новожилова Т. Н. Рынок ценных бумаг. М.: Магистр, 2007. 684 с.
4. Есаулкова Т. Конвертация акций российских эмитентов в АДР // Рынок ценных бумаг. 1998. № 9. URL: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=797> (дата обращения: 01.03.2017).
5. Трещев С., Ковалева Т. Депозитарные расписки: некоторые проблемы // Рынок ценных бумаг. 2002. № 5. URL: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=2509> (дата обращения: 01.03.2017).
6. Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве: в 2 т. 2-е изд., перераб. и доп. М.: «Центр ЮрИнфоР», 2007. Т. II. 671 с.
7. Ушаков О. Новеллы законодательства в отношении депозитарных расписок // Депозитариум. 2013. № 1. URL: [http://www.rcb.ru/dep/2013-01/208688/?phrase\\_id=](http://www.rcb.ru/dep/2013-01/208688/?phrase_id=) (дата обращения: 30.03.2017).
8. Габов А., Завалов М., Ахрименко Д. Взаимодействие с держателями депозитарных расписок в процессе реорганизации // Рынок ценных бумаг. 2007. № 12 (339). С. 40–43.
9. Федюк И. Американские депозитарные расписки — как найти инвестора // Рынок ценных бумаг. 2000. № 6 (165). URL: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=1104> (дата обращения: 30.03.2017).
10. Синюков В. Н. Российская правовая система: введение в общую теорию. Саратов: Полиграфист, 1994. 496 с.
11. Ожегов С. И., Шведова Н. Ю. Толковый словарь русского языка: 80 000 слов и фразеологических выражений. 2-е изд., испр. и доп. М.: АЗЪ, 1995. 944 с.
12. Блум М. И., Тилле А. А. Обратная сила закона. М.: Юридическая литература, 1969. 136 с.
13. Алексеев С. С. Проблемы теории права. Свердловск, 1973. 401 с.
14. Тилле А. А. Действие советского закона во времени и в пространстве (вопросы теории и практики советского законодательства и применения законов): автореф. дис. ... д-ра юрид. наук. М., 1966. 28 с.
15. Тилле А. А. Время, пространство, закон. М.: Юридическая литература, 1965. 203 с.
16. Синюгин В. Ю. Административно-правовое регулирование отношений в области рынка ценных бумаг: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. Омск, 1998. 22 с.
17. Дораяев М. Г. Экономические санкции в праве США, Европейского союза и России. М.: Инфотропик Медиа, 2016. 216 с.

<sup>61</sup> См., напр.: Countering Russian Hostilities Act of 2017. URL: <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/1751/text?q=%7B%22search%22%3A%5B%22russia%22%5D%7D&r=26> (дата обращения: 10.04.2017).



Для цитирования: Габов А. В. Об определении количества эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, размещение или обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации // Вестник СПбГУ. Право. 2017. Т. 8. Вып. 3. С. 265–296. DOI: 10.21638/11701/spbu14.2017.301

## References

1. Tiurin V. Iu. *Amerikanskie i global'nye depozitarnye raspiski: teoriia i praktika* [American and Global Depositary Receipts: Theory and Practice]. Moscow, Dialog-MSU Publ., 1998. 200 p. (In Russian)
2. Ratnikov K. Iu. *Novyi sposob privatizatsii i prodazhi aktsii rossiiskikh kompanii i bankov za rubezhom. Amerikanskie i global'nye depozitarnye raspiski* [A New Method of Privatization and the Sale of Shares of Russian Companies and Banks Abroad. American and Global Depositary Receipts]. Moscow, The Statute Publ., 2001. 334 p. (In Russian)
3. Edronova V. N., Novozhilova T. N. *Rynok tsennykh bumag* [The Securities Market]. Moscow, Magistr Publ., 2007. 684 p. (In Russian)
4. Esaulkova T. Konvertatsiia aktsii rossiiskikh emitentov v ADR [Conversion of Shares of Russian Issuers in ADRs]. *Rynok tsennykh bumag* [Securities Market], 1998, no. 9. Available at: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=797> (accessed: 01.03.2017). (In Russian)
5. Treshchev S., Kovaleva T. Depozitarnye raspiski: nekotorye problemy [Depositary Receipts: Some Problems]. *Rynok tsennykh bumag* [Securities Market], 2002, no. 5. Available at: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=2509> (accessed: 01.03.2017). (In Russian)
6. Belov V. A. *Tsennye bumagi v rossiiskom grazhdanskom prave: v 2 t.* [Securities in the Russian Civil Law: in 2 vols]. Second ed., rev. Moscow, Center Jurinform Publ., 2007. 671 p. (In Russian)
7. Ushakov O. Novelly zakonodatel'stva v otnoshenii depozitarnykh raspisok [Legislation in Respect of the Depositary Receipts]. *Depozitarium* [Depositary], 2013, no. 1. Available at: [http://www.rcb.ru/dep/2013-01/208688/?phrase\\_id=](http://www.rcb.ru/dep/2013-01/208688/?phrase_id=) (accessed: 30.03.2017). (In Russian)
8. Gabov A., Zavalko M., Akhrimenko D. Vzaimodeistvie s derzhateliami depozitarnykh raspisok v protsesse reorganizatsii [Interaction with holders of Depositary receipts in the process of reorganization]. *Rynok tsennykh bumag* [Securities Market], 2007, no. 12 (339), pp. 40–43. (In Russian)
9. Fediuk I. Amerikanskie depozitarnye raspiski — kak naiti investora [American Depositary Receipts — How to Find Investor]. *Rynok tsennykh bumag* [Securities Market], 2000, no. 6 (165). Available at: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=1104> (accessed: 30.03.2017). (In Russian)
10. Siniukov V. N. *Rossiiskaia pravovaia sistema: vvedenie v obshchuiu teoriu* [The Russian Legal System: Introduction to a General Theory]. Saratov, Printer Publ., 1994. 496 p. (In Russian)
11. Ozhegov S. I., Shvedova N. Iu. *Tolkovyi slovar' russkogo iazyka: 80 000 slov i frazeologicheskikh vyrazhenii* [Dictionary of the Russian language: 80 000 words and phraseological expressions]. Second ed., rev. and add. Moscow, AZ Publ., 1995. 944 p. (In Russian)
12. Blum M. I., Tille A. A. *Obratnaia sila zakona* [Retroactivity of the Law]. Moscow, Legal literature Publ., 1969. 136 p. (In Russian)
13. Alekseev S. S. *Problemy teorii prava* [Problems of Theory of Law]. Sverdlovsk, 1973. 401 p. (In Russian)
14. Tille A. A. *Deistvie sovetskogo zakona vo vremeni i v prostranstve (voprosy teorii i praktiki sovetskogo zakonodatel'stva i primeneniia zakonov)*. Autoref. diss. d-ra iurid. nauk [The Influence of Soviet Law in Time and Space (The Theory and Practice of Soviet Law and Application of the Law). Thesis of PhD]. Moscow, 1966. 28 p. (In Russian)
15. Tille A. A. *Vremia, prostranstvo, zakon* [Time, Space, Law]. Moscow, Legal literature Publ., 1965. 203 p. (In Russian)
16. Siniugin V. Iu. *Administrativno-pravovoe regulirovanie otnoshenii v oblasti rynka tsennykh bumag*. Autoref. diss. kand. iurid. nauk [Administrative Regulation of Relations in the Field of Securities Market. Thesis of PhD]. Omsk, 1998. 22 p. (In Russian)
17. Doraev M. G. *Ekonomicheskie sanktsii v prave SShA, Evropeiskogo soiюза i Rossii* [Economic Sanctions Law of The U.S., European Union and Russia]. Moscow, Infotropic Media Publ., 2016. 216 p. (In Russian)

**For citation:** Gabov A. V. On the number of securities of Russian issuers, the placement or circulation of which is expected outside the Russian Federation. *Vestnik SPbSU. Law*, 2017, vol. 8, issue 3, pp. 265–296. DOI: 10.21638/11701/spbu14.2017.301

Статья поступила в редакцию 7 апреля 2017 г.;  
рекомендована в печать 6 июня 2017 г.